

MOOD INVESTOR ATAS PENGUMUMAN PERGANTIAN DEWAN KOMISARIS DAN DEWAN DIREKSI (Studi Pada PT Garuda Indonesia Tbk)

¹Versiandika Yudha Pratama, ²Farah Difa

^{1,2)} *Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Institut Agama Islam Negeri Pekalongan, Indonesia*

Abstract

This study aims to determine there are differences in average abnormal returns that occur before and after the announcement of the change of board (board of commissioners and board of directors) of PT. Garuda Indonesia, Tbk., which is on January 22nd, 2020. This research used event study for method and the data in this study are secondary data in the form of stock price data of PT. Garuda Indonesia, Tbk. The event window in this study for 11 (eleven) working days which is 5 (five) days before the event, 1 (one) day when the event occurs and 5 (five) days after the announcement of the change of the board of commissioners and board of directors. Meanwhile, the estimated period is set for 120 exchange days, namely at t-125 to t-6. Test conducted by paired sample t-test. The results of the paired sample t-test showed that there is no significant difference between the average abnormal returns before and after the announcement of the change of board (board of commissioners and board of directors) of PT. Garuda Indonesia, Tbk. It can be concluded that neither the market nor investors reacted to the announcement of the replacement of the board of commissioners and board of directors that occurred at PT Garuda Indonesia, Tbk

Keywords: Board, Average Abnormal Return, Event Study, PT. Garuda Indonesia Tbk

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya perbedaan *average abnormal return* yang terjadi sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pergantian *board* (dewan komisaris dan dewan direksi) PT. Garuda Indonesia, Tbk., yaitu pada tanggal 22 Januari 2020. Penelitian ini termasuk jenis *event study* (studi peristiwa) dan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data harga saham PT. Garuda Indonesia, Tbk. Periode pengamatan (*event window*) pada penelitian ini yaitu selama 11 (sebelas) hari kerja yaitu 5 (lima) hari sebelum peristiwa, 1 (satu) hari pada saat peristiwa terjadi serta 5 (lima) hari pasca peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi. Sementara itu, periode estimasi (*estimation period*) yang ditetapkan adalah selama 120 hari bursa yaitu pada t-125 hingga t-6. Uji yang dilakukan adalah uji *paired sample t-test*. Hasil penelitian *paired sample t-test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah adanya pengumuman pergantian *board* (dewan komisaris dan dewan direksi) PT. Garuda Indonesia, Tbk. Dapat disimpulkan bahwa pasar maupun investor tidak bereaksi atas pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi yang terjadi di PT Garuda Indonesia, Tbk ini.

Kata kunci: Board, Rata-rata Abnormal Return, Studi Peristiwa, PT. Garuda Indonesia Tbk

Pendahuluan

Investor menginvestasikan modalnya secara efisien guna mendapatkan keuntungan (*return*) semaksimal mungkin dengan risiko yang minimal (Hartono, 2009). Salah satu upaya yang dilakukan oleh investor dalam hal pengambilan keputusan investasi yaitu melalui pengamatan pergerakan lalu lintas harga saham maupun returnnya pada pasar modal yang disebabkan faktor-faktor kebijakan politik, ekonomi, sosial budaya, hukum, maupun hak asasi manusia (HAM).

¹ E-mail: Versiandika.yudha.pratama@iainpekalongan.ac.id

Received 01 May 2020, Available online 30 July 2020

Dalam hal ini, investor berusaha menemukan berbagai informasi yang relevan mengenai perusahaan (emiten) sebelum melakukan tindakan investasinya, baik terkait pembelian maupun penjualan saham sehingga investor dapat mengurangi risiko yang ada serta memperoleh *return* yang sesuai harapannya. Informasi mengenai perusahaan atau emiten tadi akan menjadi bernilai jika informasi tersebut mendapat tanggapan dari para investor yang ditunjukkan dengan adanya tindakan berupa transaksi jual beli saham dan akan tergambarkan pada perubahan harga saham. Dengan adanya perubahan harga saham, ini akan mengubah perolehan *return* yang akan diterima oleh investor.

Informasi-informasi yang dapat diperoleh oleh para investor bisa mengenai pengumuman laporan keuangan, pengumuman pembagian dividen, pengumuman *stock split*, pengumuman merger dan akuisisi, ataupun yang lainnya (Foster, 1986). Dari informasi-informasi tersebut, investor dapat menjadikannya sebagai salah satu dasar pertimbangan dalam membuat keputusan investasi. Selain informasi tadi, hal lain yang dapat dijadikan sumber informasi oleh para investor dalam menentukan keputusan investasi yaitu pengumuman pergantian jajaran *board* atau pimpinan puncak suatu perusahaan. *Board* yang dimaksud di sini yaitu pucuk pimpinan suatu organisasi atau perusahaan yang bertanggungjawab dalam mengarahkan, mengendalikan serta mengawasi pemakaian sumber daya agar sesuai dengan tujuan yang ditetapkan oleh perusahaan. Pada konteks perusahaan yang ada di Indonesia, *board* yang dimaksud terdiri atas dewan komisaris (dewan pengawas) dan dewan direksi (dewan manajemen). Hal ini merupakan konsekuensi atas penerapan dan penggunaan undang-undang perseroan di negara Indonesia yang menggunakan sistem *dual board* (Hanas, 2009).

Berdasarkan pada Undang-Undang Nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, yang dimaksud dewan komisaris adalah organ perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada direksi. Sementara itu, yang dimaksud dengan dewan direksi yaitu organ Perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan anggaran dasar. Disini, fungsi dewan direksi lebih mengarah kepada fungsi strategis perusahaan, seperti: menentukan tujuan perusahaan, perencanaan, pengorganisasian, dan pengawasan (Neumann dan Voetmann, 2001).

Pengumuman pergantian jajaran *board* (dewan direksi dan dewan komisaris) suatu perusahaan merupakan salah satu bentuk pengumuman yang dapat memicu reaksi pasar. Ini didasarkan atas hasil beberapa penelitian sebelumnya mengenai reaksi pasar atas pengumuman pergantian jajaran *board*, baik dewan direksi maupun dewan komisaris. Penelitian Nainggolan (2009) mengemukakan bahwa terdapat reaksi yang positif di pasar modal atas proses pergantian dewan direksi dalam suatu perusahaan di Indonesia, dimana dengan adanya pergantian dewan direksi tersebut diharapkan kinerja perusahaan menjadi meningkat serta akan ada strategi-strategi baru untuk meningkatkan harga saham perusahaan. Kinerja perusahaan ini akan tercermin dari *return*-nya. Sementara itu, Pratiwi dan Laksito (2014) mengemukakan bahwa terdapat reaksi yang positif dari pasar modal atas adanya perubahan dewan komisaris *non-mandatory*, yaitu penambahan jumlah dewan komisaris. Tujuan dari penambahan dewan komisaris ini selain sebagai fungsi pengawasan juga berfungsi sebagai pembangun citra bagi perusahaan untuk menarik investor guna menanamkan investasinya ke dalam perusahaan. Dari penelitian ini, adanya penambahan jumlah dewan komisaris akan meningkatkan kinerja perusahaan dan menghasilkan laba atau keuntungan yang tinggi.

Di tahun 2020, salah satu emiten yang sedang disorot terkait pergantian dewan komisaris dan dewan direksi adalah PT. Garuda Indonesia, Tbk. Perusahaan BUMN yang mempunyai kode emiten GIAA ini baru saja melakukan pergantian jajaran dewan pergantian dewan komisaris dan dewan direksi di hampir semua lini kepengurusan. Hal ini merupakan imbas dari adanya kasus penyalahgunaan wewenang yang dilakukan oleh direktur utama pada saat itu. Atas kejadian tersebut, Menteri BUMN langsung mencopot jabatan direktur utama dan jajaran direktur lainnya. Pada tanggal 22 Januari 2020, melalui Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB), menteri BUMN menetapkan jajaran baru direksi dan komisaris guna melanjutkan lini bisnisnya serta memperbaiki citra perusahaan.

Pergantian jajaran baru direksi dan komisaris ini merupakan suatu sinyal atau pertanda bahwa akan ada suatu perubahan dalam hal pengelolaan perusahaan. Beberapa perubahan yang dimaksud misalnya adanya penerapan peraturan dan prosedur baru maupun perubahan kebijakan baru yang diharapkan dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Berdasarkan teori yang dikembangkan oleh Fama (1970) mengenai *Efficient Market Hypothesis*, pasar modal yang efisien akan menunjukkan reaksi positif atas adanya publikasi pengumuman oleh suatu perusahaan kepada publik. Salah satu informasi yang diharapkan menimbulkan reaksi positif dari investor di pasar modal adalah pengumuman pergantian jajaran baru direksi dan komisaris (Foster, 1986). Maka berdasarkan fenomena tersebut di atas, sangat menarik untuk dilakukan analisis mengenai *mood* atau respon investor atas adanya peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT. Garuda Indonesia, Tbk. Berdasarkan *mood* atau reaksi investor ini dapat dilihat ada atau tidaknya perbedaan *average abnormal return* yang terjadi di sekitaran tanggal pengumuman tersebut.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Signal atau isyarat merupakan suatu langkah yang ditempuh manajemen perusahaan sebagai pedoman para investor perihal bagaimana pihak manajemen menentukan masa depan perusahaannya. Sinyal atau isyarat ini berisi informasi tentang hal-hal apa saja yang telah dilaksanakan oleh jajaran manajemen dalam mewujudkan harapan sang pemilik. definisi informasi sebagai suatu perubahan yang diharapkan (ekspektasian) atas hasil dari suatu peristiwa. Informasi yang disampaikan pihak perusahaan akan berpengaruh terhadap keputusan investasi dari pihak luar perusahaan, karena pada dasarnya informasi yang diberikan perusahaan akan menampilkan gambaran maupun keterangan atas keadaan masa lalu, keadaan saat ini serta keadaan di masa yang akan datang atas keberlangsungan hidup serta bagaimana pengaruhnya terhadap perusahaan tersebut (Brigham dan Houston, 2001).

Saat informasi tersebut dikeluarkan oleh perusahaan dan semua pelaku pasar telah mengetahui informasinya, maka para pelaku pasar ini terlebih dahulu akan menganalisa apakah informasi tersebut merupakan sinyal positif/baik (*good news*) ataukah sinyal negatif/buruk (*bad news*). Hasil analisis inilah yang nantinya akan mempengaruhi *supply* and *demand* dari investor. Jika investor memandang optimis karena beranggapan bahwa informasi yang diterim merupakan *good news*, maka investor akan menambah kuantitas pembelian serta akan menurunkan penawaran yang mengakibatkan harga saham terdorong naik. Sebaliknya, jika investor berpandangan pesimis akibat informasi tersebut dipandang sebagai *bad news*, maka investor akan mengurangi kuantitas pembelian serta akan menambahkan penawaran di pasar yang mengakibatkan harga saham terdorong turun.

Berdasarkan *signalling theory*, pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT. Garuda Indonesia, Tbk memberikan informasi yang berbeda-beda, baik *good news* maupun *bad news* bagi pelaku pasar. Bagi yang menganggap sebagai *good news*, Pergantian dewan komisaris dan dewan direksi ini merupakan upaya perbaikan *image* perusahaan setelah tertimpa kasus penyalahgunaan wewenang. Selain itu, investor juga berharap jajaran dewan komisaris dan dewan direksi (*board*) baru ini akan melakukan perubahan dalam pengelolaan perusahaan serta perubahan kebijakan guna meningkatkan kinerja perusahaan. Sementara bagi yang menganggap *bad news*, adanya pergantian *board* ini belum membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya. Investor masih belum yakin terhadap kinerja jajaran dewan komisaris maupun dewan direksi yang baru. Hal ini karena anggapan investor bahwa masalah yang ada dalam internal perusahaan ini sudah cukup besar sehingga investor masih cenderung pesimis bahwa *board* yang baru ini bisa meningkatkan kinerja perusahaan. Apalagi ditambah kasus terbaru yang membuat nama baik PT. Garuda Indonesia, Tbk tercoreng. Hal ini tentunya dapat membuat investor akan berpikir ulang untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.

Salah satu alat ukur untuk menilai reaksi pasar terhadap kandungan suatu informasi adalah dengan melihat *abnormal return*. Hartono (2009) mengemukakan bahwa jika reaksi pasar diukur dengan menggunakan *abnormal return*, maka dapat dinyatakan bahwa suatu pengumuman yang di dalamnya mengandung informasi akan cenderung memberikan keuntungan (*return*) ke pasar, dan sebaliknya jika di dalam pengumuman tersebut tidak terkandung suatu informasi yang signifikan, maka cenderung tidak akan memberikan keuntungan (*return*) ke pasar.

Penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pergantian jajaran dewan komisaris maupun dewan direksi (khususnya pergantian CEO atau *Chief Executive Officer*), yang ditunjukkan dengan *abnormal return*, menghasilkan kesimpulan yang inkonsisten. Warner Watts & Wruck (1988) menyatakan bahwa pasar di Amerika Serikat tidak bereaksi atas adanya pengumuman pergantian CEO yang terjadi pada periode tahun 1963-1978. Penelitian serupa juga dilakukan oleh Reinganum (1985) dengan hasil penelitiannya bahwa tidak terdapat *abnormal return* di sekitar pengumuman pergantian CEO [12]. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Weisbach (1988) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* positif dan signifikan di sekitar pengumuman pergantian CEO periode 1977- 1980. Hasil yang sama diperlihatkan oleh penelitian yang dilakukan Bonnier dan Brunner (1989); Denis dan Denis (1995); serta Huson Malatesta dan Parrino (2003).

Penelitian sejenis mengenai peristiwa pergantian *board* suatu perusahaan juga pernah di kembangkan di Eropa dan masih menunjukkan hal yang inkonsisten. Dahyaa dan McConnell (2002) memperlihatkan bahwa para investor di Inggris melihat pergantian CEO sebagai suatu berita baik atau *good news*, sehingga para investor bereaksi positif terhadap hal tersebut. Berbeda dengan penelitian Dedmen dan Lin (2002) yang justru memperlihatkan bahwa para investor di *London Stock Exchange* bereaksi negatif atas informasi pergantian *board*. Penelitian di Australia yang dilakukan oleh Suchard, Singh dan Bar (2001) memperlihatkan bahwa investor melakukan reaksi yang negatif atas adanya pengumuman pergantian CEO perusahaan yang ada di Australia. Sementara di Asia sendiri, penelitian mengenai pengumuman pergantian CEO pernah dilakukan di Jepang oleh Kang dan Shivdasani (1996) dimana hasilnya menunjukkan bahwa investor di Jepang melakukan reaksi yang positif atas pengumuman pergantian CEO.

Di Indonesia, peristiwa pengumuman pergantian CEO ini pernah diteliti dan memperlihatkan hasil

yang cukup menarik, dimana investor di pasar Indonesia bereaksi atas peristiwa pengumuman tersebut. Hal ini dikemukakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2008). Pada penelitian ini, analisis dilakukan dengan memperhitungkan faktor kontekstual pergantian CEO, dimana pasar menunjukkan reaksi yang positif jika pergantian CEO terjadi secara rutin dan penggantinya merupakan orang yang berasal dari dalam perusahaan itu sendiri. Berbeda halnya jika pergantian CEO dilakukan secara rutin tetapi penggantinya berasal dari luar perusahaan, para investor cenderung bereaksi negatif akan hal tersebut. Sementara itu, apabila pergantian CEO dilakukan secara non-rutin, maka para investor akan bertindak penuh keraguan, dimana ada yang bereaksi positif dan ada juga yang bereaksi negatif terutama pada *windows period* peristiwa pergantian CEO. Keraguan para investor ini terjadi pada pergantian secara non-rutin, baik dengan pengganti yang berasal dari dalam perusahaan maupun yang berasal dari luar perusahaan.

Berdasarkan beberapa hasil dari penelitian sebelumnya, maka pengembangan hipotesis yang akan dikemukakan adalah sebagai berikut.

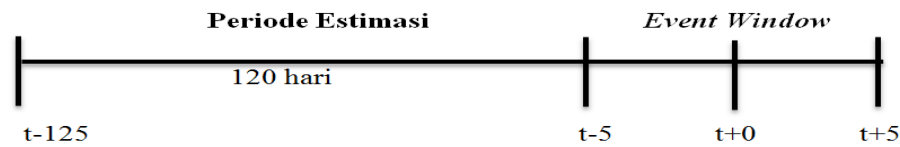
Hipotesis : Terdapat perbedaan *average abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT. Garuda Indonesia, Tbk.

Metode Penelitian

Penelitian ini termasuk jenis studi peristiwa (*event study*), yaitu jenis penelitian yang mempelajari dan menelaah tentang reaksi suatu pasar atas adanya suatu informasi, dimana informasi tersebut dipublikasikan dan dianggap sebagai suatu pengumuman. Dalam hal ini, *event study* digunakan untuk mengkaji ada tidaknya kandungan informasi atas peristiwa yang terjadi. Jika dalam pengumuman terdapat kandungan informasi, maka diharapkan akan terjadi reaksi oleh para investor pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Kritzman (1994) menjelaskan bahwa *event study* bertujuan untuk mengukur kausalitas atau hubungan peristiwa yang mempengaruhi surat berharga suatu perusahaan dengan *return* atau keuntungannya. Selain itu, *event study* juga menaksir apakah para pemegang saham memperoleh *abnormal return* atas peristiwa yang terjadi atau tidak (Peterson, 1989). Dalam penelitian ini, metode *event study* digunakan untuk melihat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi tanggal 22 januari 2020.

Periode pengamatan (*event window*) pada penelitian ini yaitu selama 11 (sebelas) hari kerja yaitu 5 (lima) hari sebelum peristiwa, 1 (satu) hari pada saat peristiwa terjadi serta 5 (lima) hari pasca peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi. Penentuan periode pengamatan ini bertujuan untuk melihat kapan investor mulai bergerak merespon informasi tentang peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi serta agar tidak terdapat peristiwa-peristiwa lain selama periode pengamatan. Sementara itu, periode estimasi (*estimation period*) yang ditetapkan adalah selama 120 hari bursa yaitu pada t-125 hingga t-6. Tanggal *event date* (hari ke-0) ditetapkan pada tanggal 22 Januari 2020. Untuk lebih memahaminya, dapat dilihat pada gambar 1.

Teknik analisis data pada penelitian ini adalah menggunakan analisis statistik parametrik, yang meliputi analisis deskriptif, uji normalitas, dan *paired sampel t-test* menggunakan aplikasi SPSS. Uji *paired sample t-test* dilakukan untuk melihat apakah terdapat perbedaan antara *average abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi tanggal 22 januari 2020.



Gambar 1. Periode Estimasi dan Event Window Penelitian

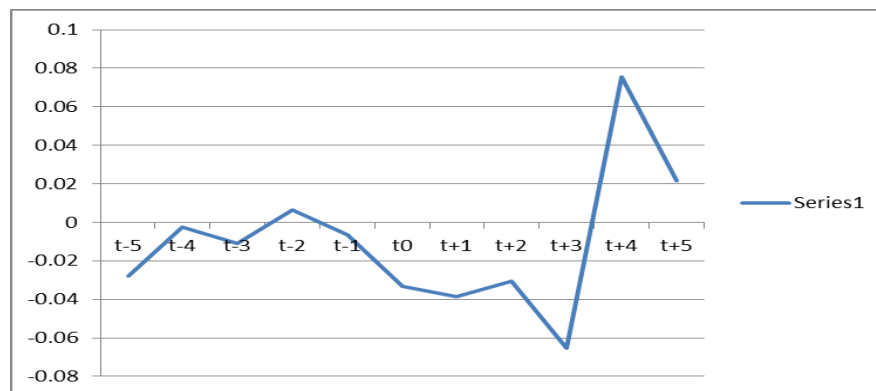
Hasil dan Pembahasan

1. Analisis Deskriptif

Tabel 1. Hasil Analisis Deskriptif Average Abnormal Return

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
AAR Sebelum	5	-0,0279	0,0066	-0,0082	0,0128
AAR Sesudah	5	-0,0653	0,0755	-0,0075	0,0561

Dari hasil uji statistik deskriptif *average abnormal return* pada periode sebelum peristiwa pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi, terlihat nilai minimumnya sebesar -0,0279; nilai maksimum yang ditunjukkan yaitu 0,0066; rata-ratanya sebesar -0,0082; dan standar deviasinya sebesar 0,0128. Nilai minimum *average abnormal return* pada periode sesudah pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi sebesar -0,0653; nilai maksimum sebesar 0,0755; rata-rata sebesar -0,0075; dan standar deviasi sebesar 0,0561.



Gambar 2. Average Abnormal Return pada Periode Jendela

Gambar 2 menunjukkan adanya pergerakan *average abnormal return* (AAR) pada lima hari sebelum hingga 5 hari setelah adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT Garuda Indonesia Tbk. Dari gambar tersebut menunjukkan adanya AAR yang memperlihatkan nilai yang positif dan negatif. Nilai positif yang terjadi merupakan respon yang terjadi pada dua hari sebelum ($t-2$) yaitu pada angka 0,0066, empat hari setelah ($t+4$) pada nilai 0,0755 dan lima hari setelah ($t+5$) pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi yaitu pada nilai 0,0218.

2. Uji Normalitas

Untuk menguji normalitas data pada penelitian ini, dilakukanlah uji kolmogrov-smirnov dengan menggunakan derajat signifikansi sebesar 5%. Berikut tabel hasil uji normalitas yang dilakukan :

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov

Variabel	Sig (2-tailed)	Keterangan
AAR Sebelum	0,976	Data Berdistribusi Normal
AAR Sesudah	0,888	Data Berdistribusi Normal

Nilai yang ditunjukkan dari hasil uji Kolmogrov-Smirnov ini menunjukkan lebih dari 5%, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa data yang digunakan pada penelitian ini berdistribusi normal atau memiliki persebaran data yang normal.

3. Perbedaan *Average Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Pengumuman Pergantian Dewan Komisaris dan Dewan Direksi PT Garuda Indonesia Tbk

Pengujian hipotesis yang kedua dengan menggunakan uji paired sample t-test menunjukkan hasil sebagai berikut :

Tabel 5 Hasil Uji Paired Sample T-test

		t	Sig. (2-tailed)
Pair 1	BEFORE - AFTER	-0,037	0,972

Berdasarkan hasil uji paired sample t-test, menunjukkan bahwa nilai signifikansinya sebesar 0,972 yang artinya lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* sebelum dan sesudah adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT Garuda Indonesia, Tbk.

Hasil ini diduga karena investor sudah bereaksi sebelum adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT Garuda Indonesia, Tbk, yaitu sejak adanya kasus pemecatan jajaran dewan direksi lama atas kasus penyalahgunaan wewenang. Sebelum adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi pada tanggal 22 Januari 2020, terjadi pemecatan terhadap lima jajaran direksi pada internal PT Garuda Indonesia, Tbk yang dilakukan oleh menteri BUMN beberapa bulan sebelumnya. Kelima direksi tersebut adalah direktur utama, direktur operasi, direktur pengembangan usaha, direktur teknik dan layanan, serta direktur *human capital*. Oleh karena itu, dengan adanya peristiwa pemecatan tersebut, investor bereaksi terlebih dahulu bahkan sebelum adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi. Reaksi investor mengakibatkan adanya *abnormal return* yang negatif tersebut terus terjadi bahkan sampai hari ke tiga setelah adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT Garuda Indonesia, Tbk.

Investor cenderung menganggap informasi tersebut sebagai *signal* atau isyarat tetapi tidak melakukan perubahan secara signifikan. Hasil yang menunjukkan bahwa tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan, menggambarkan bahwa tidak semua investor langsung bereaksi penuh atas informasi pergantian dewan komisaris dan dewan direksi baru di PT Garuda Indonesia, Tbk. Beberapa investor masih melakukan strategi *wait and see* untuk melihat bagaimana reaksi atau kondisi perusahaan setelah adanya pergantian dewan komisaris dan dewan direksi.

Hasil yang sama juga dikemukakan oleh Setiawan (2008) yang menyatakan bahwa peristiwa pengumuman pergantian CEO tidak membuat pasar bereaksi secara signifikan. Hal tersebut karena proses yang panjang membuat investor tidak mengalami perbedaan reaksi sebelum dan sesudah adanya fenomena pergantian *board* ataupun CEO

Kesimpulan

Kesimpulan pada pengujian statistik yang sudah dilakukan memperlihatkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara *average abnormal return* sebelum dan sesudah adanya pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi PT Garuda Indonesia, Tbk. Dengan kata lain, pasar maupun investor tidak bereaksi atas pengumuman pergantian dewan komisaris dan dewan direksi yang terjadi di PT Garuda Indonesia, Tbk. Hal ini diduga karena investor sudah bereaksi sebelumnya, yaitu ketika adanya informasi pengumuman pemecatan jajaran dewan direksi lama atas kasus penyalahgunaan wewenang yang terjadi beberapa bulan sebelum pengumuman resmi pergantian dewan komisaris dan dewan direksi yang baru pada tanggal 20 Januari 2020.

Rekomendasi untuk para investor dalam melakukan penanaman investasi di negara Indonesia harus lebih “*aware*” terhadap sinyal-sinyal yang ditunjukkan baik secara internal maupun eksternal perusahaan. Sedangkan rekomendasi kepada perusahaan yang berkaitan dengan investor yang akan melakukan investasi, hendaknya bisa lebih berhati-hati dalam menentukan segala perubahan maupun kebijakan termasuk dalam hal penunjukkan pergantian orang-orang yang akan duduk di jajaran dewan komisaris dan dewan direksi yang baru. Hal tersebut dapat mempengaruhi “*mood*” investor dalam melakukan investasi bisnis di perusahaan tersebut.

Daftar Pustaka

- Alexander, G., J. Sharpe, W., F., dan Bailey, J., V. (1989). Fundamentals of investments. *PhD Thesis, Univerza v Mariboru, Ekonomsko-poslovna fakulteta*.
- Beaver, W., H. (1968). The information content of annual earnings announcements, *J. Account. Res.*, hlm. 67–92.
- Brigham, E., F. dan J. F. Houston, J., F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Buku 1 edisi 8, Jkt. Erlangga.
- Dahya J., dan McConnell, J., J. (2005). Outside directors and corporate board decisions, *J. Corp. Finance*, vol. 11, no. 1–2, hlm. 37–60.
- Dedman E., dan Lin, S., W., J. (2002). Shareholder wealth effects of CEO departures: Evidence from the UK, *J. Corp. Finance*, vol. 8, no. 1, hlm. 81–104.
- Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International. Inc.
- Hanas, A. (2009). *Pengaruh Dewan Komisaris, Dewan Direksi dan Komite Audit terhadap Good Corporate Governance*. Skripsi.
- Hartono, J. (2009). *Teori Portofolio dan analisis investasi edisi keenam*. Yogyakarta. BPFE.
- Kang J., K., dan Shivdasani, A. (1996). Does the Japanese governance system enhance shareholder wealth? Evidence from the stock-price effects of top management turnover, *Rev. Financ. Stud.*, hlm. 1061–1095.
- Kritzman, M., P. (1994). What practitioners need to know... about event studies, *Financ. Anal. J.*, vol. 50, no. 6, hlm. 17–20.
- Nainggolan, L., W., (2009). Reaksi pasar terhadap pengumuman pergantian chief executive officer (ceo) diukur dengan abnormal volume.
- Neumann, R., dan Voetmann, T. (2001). *CEO turnovers and corporate governance: evidence from the Copenhagen Stock Exchange*.
- Peterson, P., P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Q. J. Bus. Econ.*, hlm. 36–66
- Pratiwi, T., R., dan Laksito, H. (2014). Pengaruh Perubahan Kinerja Perusahaan Terhadap Perubahan Struktur Dewan Komisaris, *Diponegoro J. Account.*, hlm. 621–628.
- Reinganum, M., R. (1985). The effect of executive succession on stockholder wealth, *Adm. Sci. Q.*, hlm. 46–60.
- Setiawan, D. (2007). Variabilitas return saham di sekitar pengumuman pergantian Chief Executive Officer, *J. Indones. Jurnal Manajemen Dirgantara Vol.13, No.1, Juli 2020* | 26

- Econ. Bus.*, vol. 22, no. 2, hlm. 180–196.
- Setiawan, D., (2008). An analysis of market reaction to CEO turnover announcement: The case in indonesia. *Int. Bus. Econ. Res. J. IBER*, vol. 7, no. 2.
- Suchard, J., A., Singh, M., dan Barr, R. (2001). The market effects of CEO turnover in Australian firms, *Pac.-Basin Finance J.*, vol. 9, no. 1, hlm. 1–27.
- Warner, J., B., Watts, R., L., dan Wruck, K., H. (1988). Stock prices and top management changes, *J. Financ. Econ.*, vol. 20, hlm. 461–492.
- Weisbach, M., S. (1988). Outside directors and CEO turnover, *J. Financ. Econ.*, vol. 20, hlm. 431–460.